INDONESIAN TREASURY REVIEW

JURNAL PERBENDAHARAAN, KEUANGAN NEGARA DAN KEBIJAKAN PUBLIK

PENGARUH RESTRUKTURISASI UTANG RDI/SLA PADA LIKUIDITAS, STRUKTUR MODAL, DAN KINERJA KEUANGAN BUMN

Dwitya Estu Nurpramana*
Fakultas Ekonomi, Universitas Terbuka, Tangerang Selatan
530054908@ecampus.ut.ac.id

Tatang Ary Gumanti
Fakultas Ekonomi, Universitas Terbuka, Tangerang Selatan
tatangag@gmail.com

Julia Safitri
Fakultas Ekonomi, Universitas Terbuka, Tangerang Selatan
julia@ecampus.ut.ac.id

Eka Handriani
Fakultas Ekonomi, Universitas Terbuka, Tangerang Selatan
ekahandriani@gmail.com

*Alamat Korespondensi: 530054908@ecampus.ut.ac.id

ABSTRACT
This study analyzes the effect of RDI/SLA debt restructuring on the liquidity, capital structure and financial performance of State-Owned Enterprises (SOEs). Investment Fund Accounts (RDI) are sourced domestically and Subsidiary Loan Agreements (SLA) are sourced from abroad. RDI/SLA is a government loan to State-Owned Enterprises whose activities support national priority programs. The data are 19 SOEs that underwent RDI/SLA debt restructuring during 2014-2019. The data were analysed using the Wilcoxon signed rank test. The liquidity variables are the current ratio (CR), quick ratio (QR), and cash ratio (KR). The capital structure variables are total debt to total assets (TDTA), short term debt to total assets (SDTA), and long term debt to total assets (LDTA). Financial performance variables are operating margin (OPM), return on assets (ROA), and return on equity (ROE). The results show that debt restructuring RDI/SLA has a significant effect on CR but not on QR and KR as liquidity measurement. It also has significant effect for SDTA, but not for TDTA and LDTA as capital structure measurement. For financial performance, it has a significant effect on all measurements of OPM, ROA, and ROE. This shows that RDI/SLA debt restructuring has an effect on improving financial of SOEs for only short-term periode.

Keywords: debt, RDI, restructuring, SLA, SOE

ABSTRAK
Penelitian ini menganalisis pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Rekening Dana Investasi (RDI) bersumber dari dalam negeri dan *Subsidiary Loan Agreement* (SLA) bersumber dari luar negeri. RDI/SLA merupakan pinjaman pemerintah kepada BUMN yang aktivitasnya mendukung program prioritas nasional. Data yaitu 19 BUMN yang mengalami restrukturisasi utang RDI/SLA periode 2014-2019. Data dianalisis menggunakan *Wilcoxon signed rank test*. Variabel untuk likuiditas yaitu *Current Ratio* (CR), *Quick Ratio* (QR), dan *Cash Ratio* (KR). Untuk struktur modal yaitu *Total Debt to Total Assets* (TDTA), *Shorterm Debt to Total Assets* (SDTA), dan *Longterm Debt to Total Assets* (LDTA). Untuk kinerja keuangan yaitu *Operating Margin* (OPM), *Return On Assets* (ROA), dan *Return On Equity* (ROE). Hasil uji menunjukkan bahwa restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh secara signifikan pada CR tetapi tidak pada QR dan KR sebagai ukuran untuk likuiditas. Pada penurunan struktur modal restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh signifikan untuk SDTA, tetapi tidak pada TDTA dan LDTA. Pada peningkatan kinerja keuangan restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh signifikan untuk semua pengukuran OPM, ROA, dan ROE. Hal ini menunjukkan bahwa restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh pada perbaikan keuangan BUMN hanya dalam jangka pendek.

Kata kunci: BUMN, RDI, restrukturisasi, SLA, utang

KLASIFIKASI JEL:
G34; G38

CARA MENGUTIP :
Nurpramana, D. E., Gumanti, T. A., Safitri, J., & Handriani, E. (2022). Pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan BUMN. *Indonesian Treasury Review: Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara dan Kebijakan Publik*, 7(3), 225-237.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pendanaan aktivitas operasional perusahaan menjadi perhatian utama bagi manajemen. Pendanaan menentukan keberlangsungan (*sustainability)* operasional perusahaan. Pendanaan internal bersumber dari modal sendiri dan laba ditahan, sedangkan pendanaan eksternal bersumber dari kreditur dalam bentuk pinjaman atau investor dalam bentuk penerbitan saham baru. Pendanaan yang bersumber dari modal, laba ditahan, dan dari investor tidak perlu ada kewajiban untuk mengembalikan dana tersebut, sedangkan pendanaan dari pemberi pinjaman atau kreditur merupakan utang perusahaan yang wajib untuk dikembalikan.

Penggunaan utang yang semakin besar sering dikaitkan dengan peningkatan risiko keuangan perusahaan. Manajemen perusahaan harus mempertimbangkan bagaimana perusahaan bisa mendapatkan uang tunai untuk melunasi utangnya. Kegiatan usaha yang dilakukan harus ditujukan untuk meningkatkan penjualan dan menekan biaya. Namun demikian, risiko gagal bayar dapat terjadi karena kegiatan usaha perusahaan dipengaruhi oleh kondisi ekonomi secara umum. Ketika lingkungan bisnis sedang mengalami goncangan *(shock)*, perusahaan berada pada risiko operasional yang tinggi, terutama perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi cenderung mengalami kesulitan keuangan. Kesulitan keuangan merupakan bentuk kegagalan bisnis (Veganzones & Severin, 2021). Salah satu kegagalan tersebut adalah perusahaan tidak dapat membayar utangnya (Bhattacharjee & Han, 2014), sehingga merugikan kreditur (García et al., 2019). Jika tidak ditangani dengan baik, kesulitan keuangan dapat mengakibatkan kebangkrutan perusahaan (Lizares & Bautista, 2021).

Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan berusaha keluar dari situasi ini dalam aksi korporasi yang dikenal dengan restrukturisasi. Restrukturisasi adalah perubahan model bisnis, kepemilikan, struktur aset atau struktur modal suatu perusahaan agar dapat terus mencapai tujuannya (Silva & Saito, 2018). Restrukturisasi juga sebagai cara untuk menghindari likuidasi atau tuntutan pailit oleh kreditur dengan menyepakati syarat tertentu yang dikenal dengan restrukturisasi utang (Ghosh, 2019; Greenwood et al., 2020). Berbagai bentuk skema restrukturisasi utang antara lain renegosiasi utang dan *rescheduling* utang (Tedeschi et al., 2021), *debt to asset swap* (Kang, 2020), dan *debt to equity swap* (Cepec & Grajzl, 2020).

Berdasarkan penelitian terdahulu, dampak restrukturisasi utang pada likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan perusahaan menunjukkan hasil yang bervariasi. Restrukturisasi utang memiliki efek signifikan pada penilaian investor (Kaur & Srivastava, 2017). Penurunan jumlah utang dan pengurangan beban bunga memungkinkan perusahaan untuk memperluas bisnis dan berkinerja relatif lebih baik dalam jangka panjang (Fan, 2019). Jiang et al. (2019) menunjukkan bahwa restrukturisasi utang tidak secara signifikan meningkatkan investasi perusahaan secara keseluruhan.

PENERAPAN DALAM PRAKTIK

- Restrukturisasi utang RDI/SLA penting bagi perbaikan likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan BUMN yang mengalami kesulitan keuangan.
- Restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh dalam peningkatan likuiditas BUMN atas keseluruhan likuiditasnya, tetapi tidak atas kas BUMN.
- Restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh dalam perbaikan struktur modal BUMN dalam jangka pendek, tetapi tidak dalam jangka panjang.
- Restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh dalam peningkatan kinerja keuangan BUMN.

Pemerintah Republik Indonesia sejak tahun 1970-an memberikan pinjaman kepada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) untuk mendanai aktivitas operasional yang mendukung program prioritas nasional. Pinjaman tersebut yaitu Rekening Dana Investasi (RDI) dan penerusan pinjaman atau *Subsidiary Loan Agreement* (SLA). Beberapa BUMN debitur pinjaman RDI/SLA mengalami kesulitan keuangan sehingga tidak mampu membayar kewajibannya. Pemerintah memberikan persetujuan restrukturisasi utang RDI/SLA. Restrukturisasi utang RDI/SLA tersebut ditujukan untuk memperbaiki likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan BUMN, sehingga kedepannya dapat beroperasi lebih baik dan mampu membayar kewajibannya. Namun demikian, hingga saat ini belum ada penelitian yang dilakukan untuk mengetahui bagaimana dampak restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan BUMN. Oleh karena itu, untuk mengetahui dampak restrukturisasi utang RDI/SLA pada struktur modal dan kinerja keuangan BUMN maka perlu dilakukan penelitian dengan membandingkan antara likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan sebelum dan sesudah dilakukan restrukturisasi utang RDI/SLA.

Tujuan Penelitian

Artikel ini bertujuan untuk menganalisis dampak restrukturisasi utang RDI/SLA pada

likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan pada BUMN. Sistematika penelitian ini diawali dengan pendahuluan yang berisi latar belakang dan tujuan studi. Bagian kedua, menyajikan tinjauan literatur terkait dengan restrukturisasi utang dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga memaparkan metode penelitian yang menjelaskan mengenai data dan metode analisis data. Bagian keempat menyajikan analisis dan pembahasan, serta bagian kelima adalah kesimpulan.

STUDI LITERATUR

Pendanaan Operasional

Pendanaan kegiatan operasional menjadi perhatian penting bagi manajemen perusahaan. Pendanaan perusahaan menentukan keberlangsungan operasional perusahaan. Keputusan pendanaan juga melibatkan banyak pihak seperti pemegang saham, kreditur, dan manajemen perusahaan sendiri.

Pendanaan operasional berasal dari dana internal dan dana eksternal perusahaan. Dana internal bersumber dari laba ditahan, sedangkan dana eksternal bersumber dari pemegang saham dan kreditur. Dana yang bersumber dari pemegang saham selaku pemilik merupakan modal sendiri, sedangkan dana yang bersumber dari *lender* atau kreditur menjadi utang perusahaan yang wajib dikembalikan.

Keputusan pendanaan tergantung dari pilihan manajemen apakah lebih mengutamakan menggunakan dana internal atau menggunakan dana eksternal. Teori *pecking-order* (Myers & Majluf, 1984) menyatakan bahwa operasional perusahaan didanai dari saldo laba ditahan (*retained earning*) terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir dengan penerbitan saham baru. Manajemen memiliki pertimbangan sendiri bagaimana prioritas mendapatkan sumber pendanaan baik internal maupun eksternal.

Keputusan manajemen dalam penentuan pendanaan operasional akan berpengaruh pada proporsi struktur modal perusahaan. Hal ini menjadi isu penting karena menyangkut kepentingan pemegang saham. Sesuai dengan teori keuangan modern yang menyatakan bahwa tujuan pendirian perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Gitman & Zutter, 2019). Keputusan pendanaan akan berpengaruh pada kemampuan operasional perusahaan dan besarnya risiko keuangan yang akan dihadapi perusahaan, yaitu kemungkinan perusahaan dalam mencapai target laba yang telah ditentukan dan kemungkinan perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban pembayaran utang kepada krediturnya.

Penggunaan utang sebagai bagian dari struktur modal untuk pendanaan operasional perusahaan memiliki manfaat sebagai pengurang pajak sehingga dapat meningkatkan laba (Graham et al., 2014). Manfaat ini semakin terasa ketika kondisi ekonomi dalam keadaan kondusif. Meskipun memiliki manfaat dalam peningkatan laba, penggunaan utang dalam perusahaan harus diperhatikan. Penggunaan utang yang meningkat juga diiringi dengan peningkatan risiko keuangan perusahaan. Dalam kondisi perekonomian yang kondusif perusahaan dimungkinkan beroperasi secara normal sehingga mampu membayar utang. Tetapi dalam kondisi ekonomi yang sedang mengalami goncangan akan berdampak pada operasional perusahaan yang pada akhirnya mengakibatkan kesulitan keuangan.

Kesulitan Keuangan

Kesulitan keuangan merupakan bentuk kegagalan perusahaan (Veganzones & Severin, 2021). Kegagalan tersebut salah satunya bahwa perusahaan tidak dapat membayar atau mengalami kesulitan dalam membayar kewajibannya kepada pemberi pinjaman atau kreditur (Brigham & Daves, 2018). Hal ini menyebabkan kerugian kreditur (García et al., 2019).

Berdasarkan tipenya kesulitan keuangan dapat didefinisikan sebagai *economic failure* atau kegagalan ekonomi yaitu suatu kondisi dimana perusahaan tidak mampu menutupi biaya operasionalnya, termasuk biaya bunga. *Business failure* yaitu kegagalan bisnis dimana perusahaan menghentikan operasionalnya yang mengakibatkan kerugian kepada kreditur. *Technical insolvency* yaitu ketika perusahaan tidak mampu membayar utang. *Insolvent in bankruptcy* yaitu ketika nilai buku total utang lebih besar dari pada nilai pasar aset. *Legal bankruptcy* yaitu ketika perusahaan secara hukum didaftarkan ke pengadilan untuk proses kebangkrutan (Brigham & Daves, 2018).

Kesulitan keuangan dapat terjadi karena internal dan eksternal perusahaan. Penyebab dari internal perusahaan antara lain karena proses internal perusahaan (Geng et al., 2015; Shahwan, 2015) dan kesulitan likuiditas (Drehmann & Nikolaou, 2014). Selain itu, manajemen terlalu banyak membiayai kegiatan usahanya dari utang yang melebihi kemampuan dalam menghasilkan pendapatan yang disebut dengan *debt overhang* (Alfaro et al., 2019; Borensztein & Ye, 2021).

Penyebab dari sumber eksternal perusahaan adalah karena adanya pengaruh makroekonomi yang mengalami penurunan sehingga mengakibatkan penurunan pendapatan yang pada akhirnya membuat perusahaan tidak mampu membayar utang (Bhattacharjee & Han, 2014) dan meningkatnya persaingan usaha yang

mengakibatkan perusahaan harus selalu meningkatkan kemampuannya untuk selalu unggul dalam industri. Perusahaan yang tidak mampu bersaing akan mengalami penurunan pendapatan yang ujungnya pada kesulitan keuangan (Borio, 2014). Selain itu, kesulitan keuangan yang dihadapi perusahaan dapat disebabkan oleh tata kelola perusahaan yang buruk (Shahwan, 2015). Menurut teori agensi, tindakan manajemen atau agen tidak selalu untuk kepentingan pemiliknya, sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik perusahaan dengan pengurus perusahaan yang akan menimbulkan *agency cost* dan mendorong peningkatan ancaman kebangkrutan bagi perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Kesulitan keuangan apabila tidak ditangani dengan baik akan mengakibatkan kebangkrutan perusahaan (Cepec & Grajzl, 2020). Konsekuensi ekonomi dari kegagalan perusahaan adalah potensi kerugian bagi perusahaan, kreditur, pemegang saham, pemerintah, dan karyawan (Jayasekera, 2018).

Pengukuran kesulitan keuangan pertama kali dilakukan oleh Beaver (1966) dan selanjutnya dilakukan oleh Altman (1968) yang menghasilkan model prediksi kebangkrutan yang dikenal sebagai model Altman Z Score. Penelitian Beaver dan Altman dilatarbelakangi oleh banyaknya perusahaan yang bangkrut pada tahun 1960-an di Amerika Serikat. Setelah tahun 1970-an model untuk memprediksi kebangkrutan terus berkembang baik dari segi bentuk model, rumus, sistem analisis, dan sampel. Dalam memprediksi kebangkrutan, model-model ini memiliki tingkat akurasi yang berbeda berdasarkan pengukuran yang digunakan (Çolak, 2021; Oz & Simga, 2018; Zhang et al., 2020).

Selain menggunakan rasio keuangan, pengukuran prediksi kesulitan keuangan menggunakan laporan audit yang didalamnya terdapat opini auditor mengenai keadaan perusahaan. Sánchez et al. (2013) mengungkapkan bahwa laporan audit dapat memberikan bukti yang relevan untuk menyimpulkan adanya ketidakseimbangan keuangan yang tidak terungkap. Bravo & Moreno (2021) menawarkan cara lain dalam memitigasi adanya kesulitan keuangan yaitu dengan kepatuhan *(compliance)* atas tata kelola untuk dapat mengurangi terjadinya kesulitan keuangan. Firouzi & Meshkani (2021) menggunakan *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR) atau rasio kemampuan memenuhi kewajiban utang untuk mengetahui risiko pembiayaan proyek energi terbarukan. Dengan DSCR ini dapat menjadi indikasi bagi kreditur dalam menilai kelayakan perusahaan dalam menerima pendanaan. Shamsudin & Kamaluddin (2015) melakukan studi bahwa cara yang relatif sederhana dan mudah untuk menganalisis kondisi keuangan perusahaan adalah dengan menggunakan informasi arus kas. Penelitian mereka ini mengkaji delapan jenis pola arus kas yang digunakan sebagai alat alternatif untuk memprediksi kejadian kesulitan keuangan.

Restrukturisasi Utang

Perusahaan-perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan berusaha untuk keluar dari kondisi tersebut dalam aksi korporasi yang dikenal dengan restrukturisasi utang. Restrukturisasi utang dikenal juga dengan istilah *workout* (Brigham & Ehrhardt, 2017) yaitu sebagai perubahan kesepakatan antara perusahaan dengan kreditur. Greenwood et al. (2020) menyatakan bahwa restrukturisasi utang sebagai cara untuk menghindari likuidasi perusahaan melalui kesepakatan dengan kreditur dengan syarat tertentu. Sedangkan menurut Ghosh (2019) adalah penyesuaian atau penyusunan kembali struktur utang yang mencerminkan kesepakatan kepada debitur untuk merencanakan pemenuhan kewajiban keuangannya. Tujuan dari restrukturisasi utang adalah untuk memberikan dukungan dalam bentuk kelonggaran bagi perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan sehingga dapat keluar dari masalah tersebut dalam periode tertentu (Cheng, 2015).

Restrukturisasi utang dapat dilakukan melalui pengadilan *(in court)* atau tanpa pengadilan *(out of the court)* (Silva & Saito, 2018). Restrukturisasi utang yang dilakukan melalui pengadilan menuntut perusahaan untuk mengajukan rencana restrukturisasi yang harus disetujui oleh semua kreditur. Di Indonesia, restrukturisasi utang melalui pengadilan mengikuti ketentuan Undang-Undang nomor 37 tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU). Sedangkan, untuk restrukturisasi di luar pengadilan, perusahaan cukup meminta ke masing-masing kreditur secara langsung.

Restrukturisasi utang yang dilakukan memiliki dampak pada perusahaan. Restrukturisasi utang diharapkan dapat meningkatkan likuiditas, memperbaiki struktur modal, dan meningkatkan kinerja keuangan, sehingga kedepannya dapat beroperasi lebih baik dan mampu membayar kewajiban utangnya. Beberapa penelitian menunjukkan dampak restrukturisasi utang pada perusahaan.

Restrukturisasi utang berpengaruh signifikan pada penilaian investor (Kaur & Srivastava, 2017). Penurunan jumlah utang dan pengurangan beban bunga memungkinkan perusahaan untuk memperluas bisnis dan berkinerja relatif lebih baik dalam jangka panjang (Fan, 2019). Di Serbia, restrukturisasi utang dengan cara *Debt to Equity Swap* (DES) atau pertukaran utang menjadi modal

Indonesian Treasury Review
Vol.7, No.3, (2022), Hal 225-237

berimplikasi pada rendahnya rasio utang dan kewajiban pembayaran utang sehingga berpengaruh positif pada kinerja keuangan perusahaan.

Jiang et al. (2019) menunjukkan bahwa restrukturisasi utang tidak secara signifikan meningkatkan investasi perusahaan secara keseluruhan. Hal ini dapat terjadi karena perbedaan hak properti, sifat dari industri, model dan jumlah pembayaran, dan karakteristik renegosiasi utang. Namun, untuk perusahaan yang dimiliki negara, restrukturisasi utang mampu secara signifikan meningkatkan efisiensi dari terjadinya *overinvestment*. Jumlah nilai yang direstrukturisasi berpengaruh negatif pada efisiensi investasi. Daisuke & Kazuhiko (2016) menganalisis kinerja keuangan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dengan membandingkan restrukturisasi utang secara temporer dan restrukturisai utang secara tetap pada kinerja keuangannya. Perusahaan yang melakukan restrukturisasi utang secara temporer kinerja keuangannya memburuk secara signifikan dibandingkan dengan perusahaan yang mengalami restrukturisasi utang tetap.

Dalam restrukturisasi utang, perusahaan perlu memperhatikan kemampuan membayar. Kemampuan membayar tersebut dapat dilihat dari beberapa aspek seperti likuiditas, aset, dan struktur modal perusahaan.

Likuiditas adalah ukuran sejauh mana perusahaan memiliki uang tunai untuk memenuhi kewajiban jangka pendek atau aset yang dapat dengan cepat dikonversi menjadi uang tunai. Dalam istilah akuntansi, itu adalah kemampuan aset lancar untuk memenuhi kewajiban lancar. Berinvestasi, di sisi lain, adalah kemampuan untuk mengubah portofolio investasi menjadi uang tunai dengan cepat dengan sedikit atau tanpa kerugian nilai (Zhang et al., 2020).

Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan biasanya ditandai oleh masalah likuiditas. Derajat gangguan likuiditas bervariasi tergantung dari penyebab gangguan tersebut. Jika perusahaan tidak dapat menghasilkan laba yang wajar secara operasional, maka perusahaan secara bertahap akan mengalami kesulitan likuiditas. Namun, jika perusahaan secara operasional mampu menghasilkan laba yang wajar, maka likuiditas operasional perusahaan tidak terganggu.

Kenaikan utang terkait nilai tukar berdampak langsung pada likuiditas perusahaan. Meskipun perusahaan dalam posisi menguntungkan secara operasional, jika perusahaan terganggu oleh kerugian akibat perbedaan mata uang, likuiditas perusahaan, beserta kerugian mata uang yang ditanggungnya, akan terganggu. Bagi perusahaan, penurunan likuiditas akibat kerugian mata uang akan memengaruhi upaya pemenuhan kewajibannya.

Jika kewajiban jangka pendek suatu perusahaan dapat dipenuhi maka perusahaan dapat dikatakan likuid. Sebaliknya, jika kewajiban jangka pendek tidak dapat dipenuhi, maka perusahaan dianggap tidak likuid. Perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi cenderung memiliki utang yang sedikit (Tedeschi et al., 2021).

Aset adalah sumber daya yang memiliki nilai ekonomi yang dimiliki atau dikuasai oleh suatu perusahaan dengan harapan akan bermanfaat di masa yang akan datang. Aset dapat berwujud atau terlihat, seperti bangunan, tanah, barang, mesin, surat berharga, kantor, uang tunai dan lain-lain. Jenis aset yang lain adalah aset tidak berwujud, yang memiliki nilai yang dapat ditukar. Contoh aset tidak berwujud adalah paten, merek dagang, hak cipta, dan kekayaan intelektual (Alexander & Nobes, 2021).

Aset juga dapat menjadi jaminan *(collateral)* dalam memperoleh utang. Jika terjadi gagal bayar, kreditur dapat mengambil aset atau menjual aset untuk melunasi hutang (Flor, 2011). Namun, utang perusahaan yang akan diselesaikan dengan aset tergantung pada keputusan kreditur. Jika kreditur meragukan kewajiban pembayaran perusahaan dengan aset yang dijaminkan, kreditur dapat menuntut aset lain (jaminan pihak ketiga) apabila terjadi wanprestasi. Agunan eksternal meningkatkan nilai total aset yang dilikuidasi dalam hal kesulitan keuangan terjadi sehingga mengurangi jumlah kerugian investor jika terjadi likuidasi. Jika terjadi wanprestasi, peminjam akan menuntut agar sebagian pinjaman dihapuskan jika agunan pihak ketiga tersedia (Bester, 1994).

Struktur modal perusahaan menunjukkan asal-usul sumber keuangan perusahaan dan sekaligus ruang lingkup hak pemilik atas kekayaan perusahaan dan hak kreditur atas kekayaan perusahaan. Aset perusahaan dapat digunakan sebagai cara untuk pembayaran jika perusahaan tidak dapat membayar utangnya. Perusahaan yang memiliki utang lebih besar dari modal dikatakan *overleveraged* dan dapat menurunkan *leverage*-nya dengan cara *Debt to Equity Swap* (DES), dengan mengkonversi sebagian utang menjadi ekuitas. Dengan cara ini, tingkat *leverage* perusahaan dapat dikurangi (jumlah utang berkurang dan modal bertambah, rasio utang dibandingkan modal menurun). Dalam hal kontrol lebih lanjut, kreditur akan lebih diuntungkan, karena kreditur tidak hanya memiliki hak atas informasi publik, tetapi juga dapat berpartisipasi dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan (Cepec & Grajzl, 2020).

Restrukturisasi utang dapat dilakukan dengan berbagai skema. Tedeschi et al. (2021) menyatakan bahwa skema restrukturisasi utang berbentuk renegosiasi utang dan *rescheduling* utang. Renegosiasi utang adalah menyepakati perubahan persyaratan pinjaman yaitu tingkat bunga. Sedangkan *rescheduling* utang yaitu dengan memperpanjang jangka waktu pinjaman. Renegosiasi dan *rescheduling* utang tergantung dari tingkat toleransi kreditur terhadap kondisi debitur. Skema restrukturisasi yang lain adalah *Debt to Asset Swap* (DAS) yaitu pertukaran utang dengan aset atau perusahaan menjual aset untuk membayar utang (Banerji, 2008). Beberapa perusahaan juga menerbitkan saham baru untuk membayar utang. Kim et al. (2019) mengungkap bahwa penerbitan saham *(right issue)* tidak hanya didasari motivasi untuk membiayai kegiatan investasi, transfer kekayaan dari satu pemegang saham kepada pemegang saham lainnya, dan meningkatkan likuiditas, tetapi juga dalam rangka restrukturisasi akibat kesulitan keuangan. Begitu juga Fan (2019) yang mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki banyak utang cenderung menggunakan dana hasil penerbitan saham baru untuk melunasi utang yang ada. Selain itu, penerbitan saham baru dapat berupa pertukaran utang dengan ekuitas sehingga kreditur yang sebelumnya memiliki hak atas utang perusahaan berubah status menjadi pemegang saham perusahaan (Cepec & Grajzl, 2020).

Utang RDI/SLA

Perusahaan negara di Indonesia yang dikenal dengan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) sebagai salah satu agen pembangunan sejak tahun 1970-an dapat membiayai operasionalnya dengan utang yang berasal dari Pemerintah Republik Indonesia. Terdapat dua jenis skema pinjaman pemerintah yang dapat digunakan oleh BUMN yaitu pinjaman yang bersumber dari Rekening Dana Investasi (RDI) yang dananya berasal dari dalam negeri dan pinjaman yang berasal dari luar negeri yang dikenal dengan penerusan pinjaman atau *Subsidiary Loan Agreement* (SLA). Kedua skema pinjaman ini dikelola oleh Kementerian Keuangan dan dapat diakses oleh BUMN untuk mendanai operasional dalam mendukung program prioritas nasional (Direktorat Jenderal Perbendaharaan, 2017).

BUMN yang mendapatkan pinjaman RDI/SLA tidak selamanya lancar dalam proses pembayaran cicilannya. Beberapa BUMN mengalami kesulitan keuangan, sehingga mengalami gagal bayar utang. Terhadap BUMN yang mengalami gagal bayar ini dilakukan restrukturisasi utang. Tujuan dari restrukturisasi utang ini adalah untuk memperbaiki kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan ketentuan dalam Peraturan Menteri Keuangan Nomor 13/PMK.05/2016 tentang Tata Cara Optimalisasi Penyelesaian Piutang Negara yang Bersumber dari Penerusan Pinjaman Luar Negeri dan Rekening Dana Investasi pada Badan Usaha Milik Negara/Perseroan Terbatas/Badan Hukum Lainnya, beberapa skema restrukturisasi utang RDI/SLA yaitu penjadwalan kembali, perubahan persyaratan, pertukaran aset dengan utang, penyertaan modal negara, dan penghapusan/keringanan.

Pengembangan Hipotesis

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai dampak restrukturisai utang terhadap likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan menunjukkan adanya hasil yang bervariasi. Selain itu, dampak restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan BUMN belum pernah dilakukan penelitian hingga saat ini. Untuk itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan BUMN. Selanjutnya, berdasarkan latar belakang dan tinjauan literatur dikembangkan hipotesis.

Likuiditas adalah ukuran sejauh mana perusahaan memiliki uang tunai untuk memenuhi kewajiban jangka pendek atau aset yang dapat dengan cepat dikonversi menjadi uang tunai. Dalam istilah akuntansi, itu adalah kemampuan aset lancar untuk memenuhi kewajiban lancar. Jika kewajiban jangka pendek suatu perusahaan dapat dipenuhi maka perusahaan dapat dikatakan likuid. Sebaliknya, jika kewajiban jangka pendek tidak dapat dipenuhi, maka perusahaan dianggap tidak likuid (Brigham & Daves, 2018). Dengan adanya restrukturisasi utang, diharapkan likuiditas akan meningkat. Untuk itu, hipotesis yang disusun adalah sebagai berikut.

H_1: terdapat peningkatan rasio likuiditas BUMN sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA.

Struktur modal adalah pilihan penggunaan utang atau modal atau keduanya untuk membiayai aktivitasnya (Myers, 1984). Myers (2001) juga menyatakan bahwa struktur modal adalah campuran dari surat utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai real investasi. Pendanaan perusahaan bersumber dari internal dan eksternal perusahaan (Gumanti, 2017). Rasio utang dalam struktur modal dikenal dengan *leverage* (Brigham & Daves, 2018). *Leverage* adalah penggunaan utang untuk meningkatkan pendapatan. Tetapi utang juga dapat memperburuk nilai perusahaan (Cepec & Grajzl, 2020). Perusahaan yang menggunakan utang melebihi modalnya disebut dengan *highly leverage*. Kondisi ini jika tidak segera ditangani akan menyebabkan kesulitan keuangan. Dengan adanya restrukturisasi utang, diharapkan *leverage* atau rasio utang akan menurun sehingga mengurangi risiko terjadinya

Indonesian Treasury Review
Vol.7, No.3, (2022), Hal 225-237

kesulitan keuangan. Untuk itu, hipotesis yang disusun adalah sebagai berikut.

H_2: terdapat penurunan rasio *leverage* BUMN sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA.

Selain untuk meningkatkan likuiditas dan memperbaiki struktur modal, restrukturisasi utang juga diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Menurut Ross et al. (2018) kinerja keuangan adalah kumpulan rasio keuangan yang menunjukkan kemajuan atau perkembangan suatu perusahaan dari perspektif analisis keuangan. Perusahaan dapat menggunakan kas seoptimal mungkin dalam operasionalnya, tidak hanya untuk membayar utang. Operasional perusahaan yang cukup pendanaannya akan meningkatkan pendapatan perusahaan. Untuk itu, hipotesis yang disusun adalah sebagai berikut.

H_3: terdapat peningkatan rasio kinerja keuangan BUMN sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA.

METODOLOGI PENELITIAN

Data yang digunakan di dalam penelitian ini adalah BUMN yang menjadi debitur pinjaman RDI/SLA. Sampel penelitian diperoleh dengan teknik *purposive sampling* yaitu BUMN debitur pinjaman RDI/SLA yang mendapatkan persetujuan restrukturisasi utang RDI/SLA. Periode data yang digunakan yaitu 2014-2019. Data bersumber dari data restrukturiasi utang RDI/SLA pada Kementerian Keuangan dan Laporan Keuangan BUMN sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA.

Berdasarkan data yang bersumber dari Direktorat Jenderal Perbendaharaan, Kementerian Keuangan, BUMN yang mendapatkan restrukturisasi utang RDI/SLA periode 2014-2019 berjumlah 19 BUMN dengan rincian disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1. Data Restrukturisasi Utang RDI/SLA pada BUMN 2014-2019

Tahun Restrukturisasi	Jumlah BUMN
2014	1
2015	6
2016	1
2017	6
2018	2
2019	3
Total	**19**

Sumber: Direktorat Jenderal Perbendaharaan, Kementerian Keuangan. Diolah

Untuk menganalisis bagaimana perubahan likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan BUMN sebelum dan sesudah dilakukan restrukturisasi utang RDI/SLA digunakan metode uji beda. Mengingat data lebih kecil dari 30 data, maka tidak diperlukan uji normalitas sehingga alat uji untuk hipotesis adalah uji non-parametrik dengan menggunakan *Wilcoxon signed rank test* (Sheskin, 2011). Hipotesis diterima jika nilai signifikansi (*P-Value*) lebih kecil dari 5% atau 0,05. Sebaliknya, jika nilai signifikansi (*P-Value*) lebih besar dari 5% atau 0,05, maka hipotesis ditolak. Analisis dilakukan dengan SPSS versi 26.

Berdasarkan hipotesis yang disusun digunakan tiga pengukuran untuk membandingkan kondisi sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Pertama yaitu pengukuran likuiditas. Dalam pengukuran likuiditas digunakan rasio likuiditas yaitu rasio aset lancar dengan utang lancar atau *Current Ratio* (CR), rasio aset lancar setelah dikurangi persediaan dengan utang lancar (jangka pendek) atau *Quick Ratio* (QR), dan rasio kas dan setara kas dengan utang lancar (jangka pendek) atau *Cash Ratio* (KR). Penggunaan ketiga rasio tersebut berdasarkan Baginski et al. (2018). Diharapkan setelah restrukturisasi utang terdapat peningkatan likuiditas baik untuk pengukuran CR, QR, dan KR. Semakin tinggi rasio likuiditas, semakin likuid keuangan perusahaan.

Kedua adalah pengukuran untuk struktur modal. Dalam pengukuran struktur modal digunakan rasio *leverage* yaitu rasio total utang dengan total aset atau *Total Debt to Total Asset ratio* (TDTA), rasio utang jangka pendek dengan total aset atau *Shorterm Debt to Total Asset* (SDTA), dan rasio utang jangka panjang dengan total aset atau *Longterm Debt to Total Asset* (LDTA). Penggunaan rasio ini dipilih sesuai dengan penelitian Vătavu (2015).

Ketiga rasio *leverage* tersebut diharapkan mengalami penurunan setelah restrukturisasi utang RDI/SLA. Rasio TDTA diharapkan dapat mengukur perbandingan struktur modal perusahaan jika skema restrukturisasi utang dalam bentuk *Debt to Equity Swap* (DES). Rasio SDTA dan LDTA diharapkan dapat untuk mengukur perbandingan struktur modal jika skema restrukturisasi utang dalam bentuk *rescheduling* utang. Ketiga, yaitu pengukuran kinerja perusahaan. Untuk mengukur kinerja keuangan digunakan rasio pendapatan operasi dengan pendapatan yang dikenal dengan rasio *Operating income Margin* (OPM) (Kaur & Srivastava, 2017). *Operating income* merupakan pendapatan sebelum beban bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi. *Operating income margin* digunakan untuk mengukur seberapa efisien perusahaan dalam menjalankan

operasionalnya. Semakin besar *operating income margin*, maka perusahaan semakin efisien.

Dengan restrukturisasi utang RDI/SLA diharapkan kas yang semula dibutuhkan untuk membayar utang RDI/SLA berkurang jumlahnya dan dapat digunakan untuk membiayai operasional untuk meningkatkan laba. Selanjutnya, untuk menguji perbedaan kinerja digunakan juga rasio laba dengan total aset atau *Return On Asset* (ROA) dan rasio laba dengan *total equity* atau *Return On Equity* (ROE). ROA mengukur bagaimana setiap unit aset mampu menghasilkan laba. Semakin tinggi laba, maka semakin produktif aset dalam menghasilkan laba. Begitu juga dengan ROE yang mengukur bagaimana setiap rupiah modal dalam menghasilkan laba. Semakin tinggi laba, maka semakin tinggi *yield*/imbal hasil dari modal.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Data 19 BUMN saat sebelum dan sesudah dilakukan restrukturisasi utang RDI/SLA secara statistik deskriptif disajikan dalam Tabel 2. Berdasarkan statistik deskriptif, perbandingan rata-rata CR, QR, dan KR terjadi peningkatan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Peningkatan juga terjadi pada median ketiga rasio likuiditas tersebut. Rata-rata dan median menunjukkan adanya peningkatan likuiditas karena adanya restrukturisasi utang RDI/SLA.

Nilai minimum dan maksimum CR, QR, dan KR juga mengalami peningkatan antara sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Nilai CR berkisar dari 7,12% hingga 430,71% sebelum restrukturisasi utang RDI/SLA dan menjadi berkisar pada 13,17% hingga 525,60%. Untuk QR berkisar pada 2,53% hingga 352,29% sebelum restrukturisasi utang RDI/SLA menjadi 7,05% hingga 435,69%. Begitu juga dengan KR yang berkisar pada 0,90% hingga 177,77% sebelum restrukturisasi utang RDI/SLA menjadi berkisar pada 1,02% hingga 254,45%. Berdasarkan nilai minimum dapat diketahui bahwa terdapat BUMN dengan KR yang sangat kecil baik sebelum maupun sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA yaitu 0,90% menjadi 1,02%. Sedangkan jika dilihat dari nilai maksimum terdapat BUMN yang memiliki aset lancar 5 kali lebih tinggi dari utang lancarnya (CR = 525,60%).

Untuk struktur modal, perbandingan rata-rata sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA, untuk struktur modal terjadi penurunan *leverage* rasio pada TDTA dan SDTA. Tetapi untuk LDTA, rasio setelah restrukturisasi utang RDI/SLA lebih tinggi dibandingkan sebelumnya. Perbandingan rata-rata struktur modal tersebut sesuai dengan perbandingan median sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Untuk TDTA dan SDTA terjadi penurunan nilai median, sedangkan LDTA terjadi peningkatan. Hal ini secara statistik deskriptif menunjukkan adanya pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada struktur modal yaitu penurunan rasio *leverage* TDTA dan SDTA. Kisaran rasio *leverage* untuk TDTA sebelum restrukturisasi utang RDI/SLA dari 12,01% hingga 145,22%. Sedangkan rasio TDTA sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA dari 11,32% hingga 160,16%.

Berdasarkan nilai minimum dan maksimum rasio TDTA terdapat BUMN yang memiliki total utang melebihi total aset atau dengan kata lain memiliki ekuitas negatif sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Rasio SDTA berkisar dari 8,56% hingga 86,65% sebelum restrukturisasi utang RDI/SLA dan berkisar antara 4,36% hingga 76,43% sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Sedangkan Rasio LDTA berkisar dari 0,00% hingga 81,10% sebelum restrukturisasi utang RDI/SLA dan

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel-variabel Penelitian

Variabel	Mean		Median		Standard Deviation		Minimum Level		Maximum Level		N	Sumber Data
(%)	Pra	Pasca	Pra	Pasca	Pra	Pasca	Pra	Pasca	Pra	Pasca		
CR	142,89	164,49	97,62	162,25	115,91	126,25	7,12	13,17	430,71	525,60	19	Direktorat Jenderal Kekayaan Negara (2017, 2018, 2019), Diolah
QR	124,64	139,96	78,46	155,54	98,49	102,73	2,53	7,05	352,29	435,69	19	
KR	45,89	60,83	18,67	29,37	52,75	78,49	0,90	1,02	177,77	254,45	19	
TDTA	67,35	66,29	68,42	65,88	29,77	31,93	12,01	11,32	145,22	160,16	19	
SDTA	41,61	36,54	37,95	36,62	21,51	20,22	8,56	4,36	86,65	76,43	19	
LDTA	26,05	29,49	21,60	30,31	21,62	20,89	0,00	0,94	81,10	86,73	19	
OPM	-3,44	5,19	2,57	6,48	27,45	19,84	-102,21	-40,43	27,46	46,33	19	
ROA	-0,04	2,71	0,95	2,91	6,73	6,53	-23,92	-12,61	6,36	16,98	19	
ROE	-7,80	13,68	3,27	5,63	36,86	27,83	-116,52	-23,82	37,44	115,50	19	

Indonesian Treasury Review
Vol.7, No.3, (2022), Hal 225-237

berkisar antara 0,94% hingga 86,73% sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Berdasarkan nilai minimum dan maksimum rasio SDTA terjadi penurunan yang menunjukkan adanya penurunan rasio utang jangka pendek sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Berbeda dengan rasio LDTA, berdasarkan nilai minimum dan maksimum rasio LDTA terjadi peningkatan yang berarti bahwa adanya peningkatan rasio utang jangka panjang sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA.

Untuk kinerja keuangan, perbandingan rata-rata OPM, ROA, dan ROE terjadi peningkatan sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Begitu juga dengan median OPM, ROA, dan ROE juga terjadi peningkatan. Perbandingan rata-rata dan median tersebut menunjukkan bahwa restrukturisasi utang RDI/SLA meningkatkan kinerja BUMN dalam menghasilkan laba.

Nilai minimum dan maksimum OPM, ROA, dan ROE juga mengalami peningkatan antara sebelum dan sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Nilai OPM berkisar antara -102,21% hingga 27,46% sebelum restrukturisasi utang RDI/SLA menjadi berkisar antara -40,43% hingga 46,33%. Nilai ROA dari -23,92% hingga 6,36% menjadi -12,61% hingga 16,98%. Sedangkan untuk nilai ROE meningkat dari kisaran -116,52% hingga 37,44% menjadi berkisar -23,82% hingga 115,50%. Terdapat nilai ROE sebesar 115,50% sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA menunjukkan bahwa terdapat BUMN yang mampu menghasilkan laba 1,15 kali modalnya.

Restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas

Pengujian pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas dilakukan uji hipotesis H_1. Untuk pengukuran digunakan rasio likuiditas. Hipotesis H_1 menyatakan bahwa terdapat peningkatan rasio likuiditas BUMN sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Hasil uji *Wilcoxon signed rank test* pada rasio *leverage* CR, QR, dan KR disajikan dalam Tabel 3.

Tabel 3. Wilcoxon Signed Rank Test CR, QR, & KR

	CR	QR	KR
Median Pra (%)	97,62	78,46	18,67
Median Pasca (%)	162,25	155,54	29,37
Z value	-1,972	-1,248	-1,368
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,049*	0,212	0,171

* *Signifikan pada 0,05*

Berdasarkan uji beda diperoleh hasil bahwa untuk QR dan KR nilai signifikansi (*P-value*) masing-masing sebesar 0,212 dan 0,171 yang lebih besar dari 0,05 sebagai batas diterimanya hipotesis. Sedangkan untuk CR nilai signifikansi (*P-value*) sebesar 0,049 lebih kecil dari 0,05, sehingga hipotesis H_1 yang diterima hanya untuk pengujian pada CR, sedangkan untuk QR dan KR ditolak.

Hasil uji *Wilcoxon signed rank test* pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas menunjukkan bahwa pengaruh tersebut signifikan hanya untuk CR. Sedangkan untuk QR dan KR tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh pada likuiditas BUMN hanya untuk perbandingan aset lancar dengan utang lancarnya saja, sedangkan untuk perbandingan antara aset lancar setelah dikurangi persediaan dengan utang lancar dan perbandingan kas dengan utang lancar tidak berpengaruh.

Pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada perbandingan aset lancar dengan utang lancar ini menunjukkan bahwa dengan adanya restrukturisasi utang RDI/SLA dapat meningkatkan likuiditas BUMN. Hal ini terjadi karena utang lancar (jangka pendek) yang seharusnya dibayarkan dalam jumlah besar dan dijadwalkan kembali *(rescheduling)*, dapat meringankan BUMN dalam memenuhi kewajiban pembayaran angsuran utang lancar (jangka pendek).

Hasil uji *Wilcoxon signed rank test* atas QR dan KR tidak terpengaruh secara signifikan atas adanya restrukturisasi utang RDI/SLA dapat terjadi mengingat nilai persediaan *(inventory)* untuk penghitungan QR memiliki perbendaan nilai yang tidak signifikan dan jumlah kas untuk KR yang memiliki proporsi kecil dalam komponen aset lancar.

Restrukturisasi utang RDI/SLA pada struktur modal

Untuk mengetahui pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada struktur modal dilakukan uji hipotesis H_2. Untuk pengukuran digunakan rasio *leverage*. Hipotesis H_2 menyatakan bahwa terdapat

Tabel 4. Wilcoxon Signed Rank Test TDTA, SDTA, & LDTA

	TDTA	SDTA	LDTA
Median Pra (%)	68,42	37,95	21,60
Median Pasca (%)	65,88	36,62	30,31
Z value	-0,443	-2,455	-1,851
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,658	0,014*	0,064

* *Signifikan pada 0,05*

penurunan rasio *leverage* BUMN sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Hasil uji beda dengan *Wilcoxon signed rank test* pada rasio *leverage* TDTA, SDTA, dan LDTA disajikan dalam Tabel 4.

Berdasarkan uji beda diperoleh hasil bahwa untuk TDTA dan LDTA nilai signifikansi (*P-value*) masing-masing sebesar 0,658 dan 0,064 yang lebih besar dari 0,05 sebagai batas diterimanya hipotesis. Sedangkan untuk SDTA nilai signifikansi (*P-value*) sebesar 0,014 lebih kecil dari 0,05, sehingga hipotesis H_2 yang diterima hanya untuk pengujian pada SDTA, sedangkan untuk TDTA dan LDTA ditolak.

Hasil uji *Wilcoxon signed rank test* pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada struktur modal menunjukkan bahwa pengaruh tersebut signifikan hanya untuk utang jangka pendek. Sedangkan untuk utang jangka panjang dan total utang tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh pada struktur modal BUMN dalam jangka pendek, sedangkan jangka panjang tidak berpengaruh.

Pengaruh signifikan restrukturisasi utang RDI/SLA pada utang jangka pendek ini menunjukkan bahwa skema restrukturisasi RDI/SLA adalah penjadwalan kembali (*rescheduling*). Hasil ini sejalan dengan skema restrukturisasi utang RDI/SLA 19 BUMN periode 2014 – 2019 yang disetujui oleh Menteri Keuangan berupa penjadwalan kembali (*rescheduling*). Selain penjadwalan kembali, Menteri Keuangan juga memberikan skema restrukturisasi dalam bentuk penyertaan modal negara atau pertukaran utang menjadi modal (*debt to equity swap* - DES) kepada 7 BUMN. Hasil uji *Wilcoxon signed rank test* atas TDTA dan LDTA yang tidak terpengaruh secara signifikan atas adanya restrukturisasi utang RDI/SLA menunjukkan bahwa skema penyertaan modal negara tidak secara signifikan memengaruhi utang jangka panjang dan total utangnya. Hal ini terjadi mengingat utang RDI/SLA memiliki proporsi yang kecil jika dibandingkan utang BUMN pada kreditur lain.

Restrukturisasi utang RDI/SLA pada kinerja keuangan

Pengujian pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada kinerja keuangan dilakukan dengan menguji hipotesis H_3. Untuk pengukuran digunakan OPM, ROA, dan ROE. Hipotesis H_3 menyatakan terdapat peningkatan kinerja keuangan BUMN sesudah restrukturisasi utang RDI/SLA. Hasil uji beda dengan *Wilcoxon signed rank test* pada OPM, ROA, dan ROE disajikan dalam Tabel 5.

Berdasarkan uji beda diperoleh hasil bahwa OPM, ROA, dan ROE nilai signifikansi (*P-value*) masing-masing sebesar 0,048, 0,030, dan 0,016 yang lebih kecil dari 0,05 sebagai batas diterimanya hipotesis. Sehingga, hipotesis H_3 diterima seluruh pengujian pada OPM, ROA, dan ROE.

Tabel 5. Wilcoxon Signed Rank Test OPM, ROA, & ROE

	OPM	ROA	ROE
Median Pra (%)	2,57	0,95	3,27
Median Pasca (%)	6,48	2,91	5,63
Z value	-1,972	-2.173	-2.415
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,048*	0,030*	0,016*

* *Signifikan pada 0,05*

Hasil uji *Wilcoxon signed rank test* pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA pada kinerja keuangan menunjukkan bahwa pengaruh tersebut signifikan pada kinerja keuangan yang diuji yaitu OPM, ROA, dan ROE. Pengaruh signifikan restrukturisasi utang RDI/SLA pada kinerja keuangan ini kemungkinan terjadi karena uang tunai yang seharusnya digunakan untuk pembayaran utang RDI/SLA saat sebelum dilakukan restrukturisasi utang RDI/SLA dengan efektif digunakan untuk operasional sehingga dapat meningkatkan laba BUMN. Hal ini mengonfimasi skema restrukturisasi RDI/SLA dalam bentuk penjadwalan kembali yang disetujui oleh Menteri Keuangan kepada 19 BUMN dapat memberikan kelonggaran bagi BUMN yang seharusnya membayar angsuran utang RDI/SLA dalam jumlah besar dijadwalkan kembali dengan jangka waktu yang lebih lama sehingga jumlah angsuran utang RDI/SLA menjadi lebih rendah.

KESIMPULAN

Operasional perusahaan dapat didanai dari modal maupun utang. Penggunaan utang yang berlebihan dapat menyebabkan kesulitan keuangan. BUMN merupakan organisasi berbentuk perusahaan yang beroperasi layaknya perusahaan lainnya. BUMN juga menggunakan utang sebagai salah satu sumber pendanaannya. Salah satu utang BUMN adalah utang RDI/SLA yaitu utang yang diberikan pemerintah kepada BUMN untuk untuk mendanai aktivitas operasional yang mendukung program prioritas nasional. Beberapa BUMN mengalami kesulitan keuangan sehingga kesulitan dalam pembayaran utang RDI/SLA sehingga dilakukan restrukturisasi utang RDI/SLA. Artikel ini bertujuan untuk menganalisis dampak restrukturisasi utang RDI/SLA pada likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan pada BUMN.

Data yang digunakan adalah data keuangan 19 BUMN yang mengalami restrukturisasi utang RDI/SLA periode 2014-2019. Terdapat tiga pengujian pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA yaitu pertama pada likuiditas dengan pengukuran rasio likuiditas yaitu CR, QR, dan KR. Kedua, pada struktur modal dengan pengukuran rasio *leverage* yaitu TDTA, SDTA, dan LDTA, serta terakhir pada rasio kinerja keuangan dengan pengukuran OPM, ROA, dan ROE. Alat analisis yaitu *Wilcoxon signed rank test*.

Hasil uji menunjukkan bahwa restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh secara signifikan pada likuiditas dengan pengukuran CR, tetapi tidak berpengaruh signifikan pada QR dan KR. Begitu juga pada struktur modal restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh secara signifikan dengan pengukuran SDTA, tetapi tidak berpengaruh signifikan pada TDTA dan LDTA. Hasil ini mengonfirmasi bahwa kesembilan belas BUMN tersebut mendapatkan restrukturisasi utang RDI/SLA dengan skema penjadwalan kembali yang memberikan kelonggaran bagi BUMN dalam jangka pendek atas kewajiban utang lancarnya, tetapi dalam jangka panjang BUMN kemungkinan masih akan mengalami kesulitan mengingat proporsi utang RDI/SLA lebih kecil dibandingkan utang BUMN kepada kreditur lain.

Selain itu, restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh secara signifikan pada kinerja keuangan dengan pengukuran OPM, ROA, dan ROE. Hasil ini menunjukkan bahwa kelonggaran karena restrukturisasi utang RDI/SLA atas penggunaan uang tunai yang seharusnya digunakan untuk angsuran utang RDI/SLA dalam jumlah besar dijadwalkan kembali dengan jangka waktu yang lebih lama sehingga jumlah angsuran utang RDI/SLA menjadi lebih rendah.

Namun demikian, perlu diwaspadai bahwa meskipun restrukturisasi utang RDI/SLA berpengaruh signifikan pada kinerja keuangan, masih terdapat kemungkinan terjadi gagal bayar utang RDI/SLA di masa depan. Kemungkinan ini diindikasikan dengan pengaruh restrukturisasi utang RDI/SLA hanya signifikan pada utang lancar (jangka pendek) dan tidak signifikan pada utang jangka panjang dan total utang.

Selanjutnya, penelitian dalam artikel ini tidak lepas dari keterbatasan antara lain ruang lingkup periodenya yang hanya lima tahun dan pengujian pengaruhnya hanya dilakukan untuk tahun setelah restrukturisasi saja. Penelitian ke depan dapat menambahkan jangka waktu periode. Selain itu, pengujian tidak hanya dilakukan untuk tahun setelah restrukturisasi tetapi juga untuk lima tahun setelah restrukturisasi. Hal ini sebagai upaya untuk menambah jumlah data sehingga dapat memperkuat analisis atas pengaruh restrukturisasi RDI/SLA pada likuiditas, struktur modal, dan kinerja keuangan BUMN.

REFERENSI

Alexander, D. & Nobes, C. (2021). *Financial accounting*. London: Pearson.

Alfaro, L., Asis, G., Chari, A., & Panizza, U. (2019). Corporate Debt, Firm Size and Financial Fragility in Emerging Markets. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 25459. https://doi.org/10.3386/w25459

Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, *23*(4), 589–609. https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x

Baginski, S. P., Bradshow, M. T., & Wahlen, J. M. (2018). *Financial reporting, financial statement analysis, and valuation: A strategic perspective*. Cengage.

Banerji, S. (2008). Asset sales and debt–equity swap under asymmetric information. *Economics Letters*, *99*(1), 189–191. https://doi.org/10.1016/J.ECONLET.2007.06.025

Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71–111. https://doi.org/10.2307/2490171

Bester, H. (1994). The role of collateral in a model of debt renegotiation. *Journal of Money, Credit and Banking*, *26*(1), 72–86. https://doi.org/10.2307/2078035

Bhattacharjee, A., & Han, J. (2014). Financial distress of Chinese firms: Microeconomic, macroeconomic and institutional influences. *China Economic Review*, *30*, 244–262. https://doi.org/10.1016/J.CHIECO.2014.07.007

Borensztein, E., & Ye, L. S. (2021). Corporate debt overhang and investment in emerging economies: Firm-level evidence. *International Finance*, *24*(1), 18–39. https://doi.org/https://doi.org/10.1111/infi.12382

Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance*, *45*, 182–198. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.031

Bravo-Urquiza, F., & Moreno-Ureba, E. (2021). Does compliance with corporate governance codes help to mitigate financial distress? *Research in International Business and Finance*, 55, 101344. https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2020.1013

44

Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2018). *Intermediate financial management*, 13th ed. Mason, OH: South Western Educational Publishing.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial Management; Theory and Practices,* 15ed. Mason, OH: Cengage Learning.

Cepec, J., & Grajzl, P. (2020). Debt-to-equity conversion in bankruptcy reorganization and post-bankruptcy firm survival. *International Review of Law and Economics*, *61*, 105878. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.irle.2019.105878

Cheng, D. S. Y. (2015). Corporate debt estructuring from a lending bank's perspective. *The Journal of Global Business Management, 11*(1), 68-76. http://www.jgbm.org/page/8%20David%20S.%20Y.pdf

Çolak, M. S. (2021). A new multivariate approach for assessing corporate financial risk using balance sheets. *Borsa Istanbul Review*, *21*(3), 239–255. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.10.007

Daisuke, M., & Kazuhiko, O. (2016). *Multiple lenders, temporary debt restructuring, and firm performance: Evidence from contract-level data* (Discussion Papers, Issue 16030). Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).

Direktorat Jenderal Kekayaan Negara. (2017). *Buku Penatausahaan Kekayaan Negara Dipisahkan Tahun 2017*.

Direktorat Jenderal Kekayaan Negara. (2018). *Buku Penatausahaan Kekayaan Negara Dipisahkan Tahun 2018.*

Direktorat Jenderal Kekayaan Negara. (2019). *Buku Penatausahaan Kekayaan Negara Dipisahkan Tahun 2019.*

Direktorat Jenderal Perbendaharaan. (2017). *Treasury Knowledge Digest: All behind the strategic policies*.

Drehmann, M., & Nikolaou, K. (2014). Funding liquidity risk. *Liquidity Risk*, *1024*, 77–92. https://doi.org/10.1057/9781137374400_4

Fan, P. (2019). Debt retirement at IPO and firm growth. *Journal of Economics and Business*, *101*, 1–16. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2018.08.004

Firouzi, A., & Meshkani, A. (2021). Risk-based optimization of the debt service schedule in renewable energy project finance. *Utilities Policy*, 70, 101197. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jup.2021.101197

Flor, C. R. (2011). Asset substitution and debt renegotiation. *Journal of Business Finance & Accounting*, *38*(7–8), 915–944. https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02253.x

García, V., Marqués, A. I., Sánchez, J. S., & Ochoa-Domínguez, H. J. (2019). Dissimilarity-Based linear models for corporate bankruptcy prediction. *Computational Economics*, *53*(3), 1019–1031. https://doi.org/10.1007/s10614-017-9783-4

Geng, R., Bose, I., & Chen, X. (2015). Prediction of financial distress: An empirical study of listed Chinese companies using data mining. *European Journal of Operational Research*, *241*(1), 236–247. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ejor.2014.08.016

Ghosh, S. (2019). Corporate distress, troubled debt restructurings and equity stripping. *South Asian Journal of Business Studies*, *8*(1), 105–126. https://doi.org/10.1108/SAJBS-05-2018-0059

Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2019). *Principles of managerial finance (14th ed.)*. London: Pearson.

Graham, J. R., Hanlon, M., Shevlin, T., & Shroff, N. (2014). Incentives for tax planning and avoidance: Evidence from the field. *Accounting Review*, *89*(3), 991–1023. https://doi.org/10.2308/accr-50678

Greenwood, R. M., Iverson, B., & Thesmar, D. (2020). Sizing up Corporate Restructuring in the Covid Crisis. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 28104. https://doi.org/10.3386/W28104

Gumanti, T. A. (2017). *Keuangan Korporat: Tinjauan Teori dan Bukti Empiris*. Bogor: Mitra Wacana Media.

Jayasekera, R. (2018). Prediction of company failure: Past, present and promising directions for the future. *International Review of Financial Analysis*, *55*, 196–208. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.08.009

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics,* *3*(4), 305–360. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jiang, J., Liu, B., & Yang, J. (2019). The impact of debt restructuring on firm investment: Evidence from China. *Economic Modelling*, *81*, 325–337. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.05.019

Kang, K. Y. (2020). Optimal contract for asset trades: Collateralizing or selling? *Journal of Financial Markets*, 100590. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.fin

mar.2020.100590

Kaur, D., & Srivastava, S. (2017). Corporate debt restructuring and firm performance: A study of Indian firms. *Serbian Journal of Management*, *12*(2), 271–281. https://doi.org/10.5937/sjm12-11916

Kim, W., Ko, Y., & Wang, S.-F. (2019). Debt restructuring through equity issues. *Journal of Banking & Finance*, *106*, 341–356. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.07.002

Lizares, R. M., & Bautista, C. C. (2021). Corporate financial distress: The case of publicly listed firms in an emerging market economy. *Journal of International Financial Management & Accounting*, *32*(1), 5–20. https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jifm.12122

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, *39*(3), 574–592. https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, *15*(2), 81–102. https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, *13*(2), 187–221. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Oz, I. O., & Simga-Mugan, C. (2018). Bankruptcy prediction models' generalizability: Evidence from emerging market economies. *Advances in Accounting*, 41, 114–125. https://doi.org/10.1016/J.ADIAC.2018.02.002

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., Jordan, B. D. (2018). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.

Sánchez, C. P., Monelos, P. de L., & López, M. R. (2013). A parsimonious model to forecast financial distress, based on audit evidence. *Contaduría y Administración*, *58*(4), 151–173. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0186-1042(13)71237-3

Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: Evidence from Egypt. *Corporate Governance*, *15*(5), 641–662. https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140

Shamsudin, A., & Kamaluddin, A. (2015). Impending bankruptcy: Examining cash flow pattern of distress and healthy firms. *Procedia Economics and Finance*, 31, 766–774. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01166-1

Sheskin, D. J. (2011). The wilcoxon signed-ranks test (nonparametric test employed with ordinal data). *In Handbook of Parametric and Nonparametric Statistical Procedures* (5th ed., p. 15). Boca Raton, FL: Chapman and Hall.

Silva, V. A. B., & Saito, R. (2018). Corporate restructuring: Empirical evidence on the approval of the reorganization plan. *RAUSP Management Journal*, *53*(1), 49–62. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.rauspm.2017.12.008

Tedeschi, G., Vidal-Tomás, D., Delli-Gatti, D., & Gallegati, M. (2021). The macroeconomic effects of default and debt restructuring: An agent based exploration. *International Review of Economics & Finance*, *76*, 1146–1163. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.08.003

Vătavu, S. (2015). The impact of capital structure on financial performance in Romanian Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, *32*, 1314–1322. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01508-7

Veganzones, D., & Severin, E. (2021). Corporate failure prediction models in the twenty-first century: A review. *European Business Review*, *33*(2), 204–226. https://doi.org/10.1108/EBR-12-2018-0209

Zhang, X., Ouyang, R., Liu, D., & Xu, L. (2020). Determinants of corporate default risk in China: The role of financial constraints. *Economic Modelling*, 92, 87–98. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.07.005